



N° 26 / APRIL 2008

BUSINESS IN-ZICHT

EEN BERICHT OVER ONDERZOEK AAN DE FACULTEIT ECONOMIE EN
BEDRIJFSWETENSCHAPPEN VAN DE KATHOLIEKE UNIVERSITEIT LEUVEN



IN DIT NUMMER

Pag. 1 en 4

DEUGDELIJK BESTUUR BIJ EUROPESE ONDERNEMINGEN:
WETTELIJKE VERPLICHTING OF VRIJE MARKTWERKING?

Annelies Renders

Pag. 2-3

PRODUCTIVITEIT METEN EN VERBETEREN MET BEHULP
VAN COCOMO II

Lotte De Rore, Monique Snoeck, Geert Poels en Guido Dedene

Deugdelijk bestuur bij Europese ondernemingen: wettelijke verplichting of vrije marktwerking?

Annelies Renders

SINDS HET ENRON-SCHANDAAL IN 2001 IN DE VERENIGDE STATEN EN DE DAAROP VOLGENDE SCHANDALEN IN EUROPA, WAARONDER PARMALAT EN AHOLD, IS DE AANDACHT VOOR DEUGDELIJK BESTUUR BIJ ONDERNEMINGEN ENORM TOEGENOMEN. HET DOEL VAN DEUGDELIJK BESTUUR IS ER VOOR TE ZORGEN DAT AANDEELHOUDERS EEN RENDEMENT OP HUN INVESTERING KRIJGEN. DAARBIJ WORDT ER VANUIT GEGAAN DAT MANAGERS EN GROTE AANDEELHOUDERS HUN EIGEN BELANG NASTREVEN EN DUS IN HET GAREEL MOETEN WORDEN GEHOUDEN DOOR BIJVOORBEELD TOEZICHT DOOR EEN ONAFHANKELIJKE RAAD VAN BESTUUR. DE BOEKHOUDSCHANDALEN AAN HET BEGIN VAN DEZE EEUW WAREN VOOR VELEN HET ULTIEME BEWIJS VAN DIT ZELFZUCHTIG HANDELEN EN MISLEIDEN VAN KLEINE AANDEELHOUDERS DOOR 'EGOÏSTISCHE' MANAGERS EN CONTROLERENDE AANDEELHOUDERS.

DE REACTIES OP DEZE SCHANDALEN WAREN ZEER UITEENLOPEND. IN DE VS EISTEN INVESTEERDERS STRENGE MAATREGELEN EN DIT HEEFT GELEID TOT DE BEFAAMDE SARBANES-OXLEY WET. SINDS 2003 WORDT IN DE VS EXTERN TOEZICHT GEHOUDEN OP DE AUDITORS EN MOETEN DE PARTNERS OP REGELMATIGE BASIS ROTEREN. DAARNAAST MOETEN DE GEDELEGEERDE EN DE FINANCIËLE BESTUURDER HET JAARVERSLAG ONDERTEKENEN EN MOET EEN ONAFHANKELIJK AUDIT COMMITTEE WORDEN GEÏNSTALLEERD.

IN EUROPA, DAARENTEGEN, WAS DE REACTIE OP DE SCHANDALEN GEMATIGDER. IN TEGENSTELLING TOT DE VS HEEFT DIT NIET GELEID TOT HET REGULEREN VAN HET BESTUUR VAN ONDERNEMINGEN, MAAR WERDEN WEL AANBEVELINGEN EN 'BEST PRACTICES' UITGEVAARDIGD DIE ONDERNEMINGEN MOETEN AANZETTEN TOT BETER BESTUUR.

De vraag is nu of dergelijke aanbevelingen en 'best practices' wel leiden tot beter deugdelijk bestuur bij ondernemingen of dat dit enkel via de 'harde hand' van de wetgever kan worden afgedwongen.

Een voorbeeld van een dergelijke corporate governance code is de Code Lippens die sinds 2005 van toepassing is in België. Deze code is niet verplicht, maar via de "pas toe of leg uit" aanpak worden bedrijven aangezet om de principes in de code te volgen of uit te leggen waarom er wordt afgeweken. Het voordeel van een dergelijke benadering, en dit blijkt ook uit een rondvraag bij ondernemingen in 2007 (Commissie Corporate Governance, 2008), is de grote mate van flexibiliteit. De code wordt zo immers toepasbaar voor bedrijven van verschillende groottes en in verschillende groeifasen. Bedrijven kunnen op elk moment die principes eruit kiezen die aansluiten bij hun behoeften aan deugdelijk bestuur, dit in tegenstelling tot de VS, waar een 'one-size-fits-all'-strategie wordt gehanteerd met de Sarbanes-Oxley wet. Bovendien wordt beweerd dat in de VS deugdelijk bestuur wordt gezien als 'box-ticking' waarbij geen echte mentaliteitsverandering bij de ondernemingen optreedt.

Recent gaan er echter stemmen op dat een "pas toe of leg uit" benadering niet werkt en dat deugdelijk bestuur

best verplicht wordt opgelegd aan ondernemingen. De vraag rijst dus of het voldoende is dat ondernemingen worden aangemoedigd om deugdelijk te besturen via corporate governance codes of dat deugdelijk bestuur moet worden afgedwongen.

Een eerste inzicht hierin wordt gegeven door een aantal nationale en internationale studies. Uit onderzoek door het VBO en het Belgian Governance Institute blijkt dat ongeveer 62% van de ondervraagde ondernemingen een corporate governance charter publiceren op hun website. Daarnaast blijkt dat de BEL-20 bedrijven bijna 88% van de codebepalingen toepassen. De Code Lippens wordt dus in grote mate gevolgd door ondernemingen.

Ook internationaal heeft onderzoek aangetoond dat bedrijven in grote mate de aanbevelingen in corporate governance codes toepassen (Akkermans et al., 2007; Canyon en Mallin, 1997; Pellens et al., 2001). Wij onderzoeken dit nu bij een steekproef van Europese ondernemingen en we bestuderen ook het effect over de tijd.

STEEKPROEF EN TESTVARIABLEN

Onze steekproef bestaat uit de ondernemingen opgenomen in de FTSEurofirst 300 index. Dit zijn de 300 grootste beursgenoteerde ondernemingen in Europa. Voor elk van deze ondernemingen hebben we een corporate governance score die wordt toegekend door Deminor Rating. Deminor Rating, een onderdeel van de RiskMetrics Group, geeft de ondernemingen elk jaar een score op de kwaliteit van hun deugdelijk bestuur. Onze studie omvat de jaren 1999 tot en met 2003.

(Vervolg op pag. 4)

Nadat we financiële data hebben verzameld in Worldscope en ondernemingen met ontbrekende data hebben verwijderd, bestaat onze finale steekproef uit 1.199 firmajaren. Deze firmajaren hebben betrekking op meer dan 250 ondernemingen uit 14 verschillende landen.

In ons model leggen we een verband tussen deze corporate governance score per onderneming en de corporate governance aanbevelingen van het land. We onderzoeken ook het effect over de tijd.

We geven de landen een score op hun corporate governance aanbevelingen aan de hand van een index waarin

50 principes van de OECD Principles of Corporate Governance zijn opgenomen. Voor elk jaar in de steekproef geven we de landen een score op de mate waarin hun aanbevelingen deze principes omvatten. Vervolgens introduceren we tijdsvariabelen in het model. We nemen 1999 als basiscategorie. We laten ook de landscore met de tijdsvariabelen variëren om het effect over de tijd te bestuderen. We controleren voor andere variabelen die een invloed kunnen hebben op deugdelijk bestuur. We introduceren onder andere de grootte, de ouderdom en de eigendomsstructuur van een onderneming. Daarnaast controleren we voor het aantal beursnoteringen en of de onderneming al dan niet in de VS is genoteerd. Tenslotte controleren we voor de groei, de schuldgraad en de kapitaalintensiteit van een onderneming.

RESULTATEN

Tabel 1 geeft een overzicht van de gemiddelde ondernemingsscore op deugdelijk bestuur per land en per jaar. Deze tabel toont aan dat Portugese en Deense ondernemingen de slechtste scores halen. Ook Belgische ondernemingen bevinden zich achteraan het peloton. Britse ondernemingen scoren daarentegen zeer goed op het gebied van deugdelijk bestuur. We zien ook duidelijk een opwaartse trend over de jaren heen, wat wijst op een verbetering van deugdelijk bestuur over de tijd.

Tabel 2 geeft de resultaten van de regressie-analyse weer. Een variabele wordt als significant beschouwd als de p-waarde kleiner is dan 0,10. Onze bevindingen tonen aan dat de hoeveelheid aanbevelingen in een land een invloed heeft op het deugdelijk bestuur van ondernemingen. Naarmate er meer aanbevelingen zijn, hebben ondernemingen een beter deugdelijk bestuur. Vervolgens vinden we dat vooral na het Enron-schandaal in de VS ondernemingen hun deugdelijk bestuur significant hebben verbeterd, aangezien de tijdseffecten voor 2002 en 2003 significant zijn. Tenslotte tonen de resultaten aan dat het effect van de aanbevelingen op het deugdelijk bestuur van ondernemingen groter is na de schandalen dan ervoor.

Wat betreft de controlevariabelen vinden we dat grotere ondernemingen die genoteerd zijn op meerdere beurzen of in de VS en die een meer verspreid aandeelhouderschap hebben, betere corporate governance hebben. Voor ouderdom, groei, schuldgraad en kapitaalintensiteit vinden we geen significant effect.

BESLUIT

We kunnen dus besluiten dat, zelfs zonder wetten die deugdelijk bestuur bij ondernemingen verplichten, ondernemingen evolueren naar beter deugdelijk bestuur door de aanbevelingen en 'best practices' beter na te leven. Vooral na de boekhoudschandalen en de bijhorende kritische blik van aandeelhouders, hebben ondernemingen hun deugdelijk bestuur verbeterd. Europese en Belgische bedrijven zijn met andere woorden zeker bereid om, rekening houdend met hun eigen behoeften, hun onderneming op een duurzame manier te besturen.

Het is dus niet nodig om principes voor deugdelijk bestuur in wetten te gieten, aangezien de vrije marktwerking er voor zorgt dat ondernemingen deze principes volgen.

Annelies Renders
is als docent verbonden
aan de onderzoeksgroep
Accountancy



E-mail:
annelies.renders@econ.kuleuven.be

REFERENTIES

Akkermans D., Van Ees H., Hermes N., Hooghiemstra R., Van der Laan G., Postma T., en Van Witteloostuijn A. (2007). Corporate Governance in The Netherlands: An Overview of the Application of the Tabaksblat Code in 2004, Corporate Governance: An International Review 15, 1106-1118.

Belgian Corporate Institute en VBO. (2006). Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: Een Stand van Zaken, www.corporategovernancecommittee.be.

Canyon M. en Mallin C. (1997). A review of compliance with Cadbury, Journal of General Management 2, 24-37.

Commissie Corporate Governance. (2008). Resultaten van de Publieke Raadpleging, www.corporategovernancecommittee.be.

Pellens B., Hillebrandt F., en Ulmer B. (2001). Implementation of corporate governance codes in German practice - An empirical analysis of the DAX 100 companies, Betriebs-Berater 56, 1243-1250.

TABEL 1
Gemiddelde ondernemingsscores op deugdelijk bestuur per land en per jaar

	1999	2000	2001	2002	2003
VK	25.75	26.95	27.61	29.09	31.02
Ierland	27.40	27.74	28.71	29.10	29.87
Finland	20.94	20.44	21.15	22.23	24.41
Nederland	13.05	15.42	16.10	19.09	23.44
Frankrijk	17.68	21.05	21.31	22.46	22.44
Zweden	18.04	18.34	19.22	21.54	22.44
Spanje	13.95	13.82	15.89	17.60	20.72
Duitsland	17.07	17.92	18.19	18.16	20.32
Oostenrijk	-	-	16.19	17.69	19.12
Italië	17.08	18.82	18.54	18.86	18.88
België	15.16	15.59	17.08	18.11	18.38
Portugal	8.80	-	11.41	13.74	17.69
Denemarken	10.41	14.36	14.60	15.76	17.58
Griekenland	12.42	12.54	13.30	14.65	16.52
Gemiddelde	16.75	18.50	18.52	19.86	21.63

TABEL 2
Verklarende variabelen voor het niveau van deugdelijk bestuur

	coefficient	p-waarde
Constante	2.170	<0.000
CG land	0.063	0.001
Jaar00	-1.267	0.598
Jaar01	0.988	0.528
Jaar02	1.075	0.001
Jaar03	2.909	<0.000
CG land*jaar00	0.125	0.817
CG land*jaar01	0.132	0.526
CG land*jaar02	0.248	0.087
CG land*jaar03	0.281	0.001
Grootte	0.369	0.014
Ouderdom	0.385	0.237
VS notering	2.557	0.052
Aantal noteringen	0.245	0.079
Groei	0.423	0.610
Schuldgraad	-0.036	0.458
Eigendomconcentratie	-1.349	<0.000
Kapitaalintensiteit	0.561	0.634
R²	0.581	

Afhankelijke variabele = CG score per onderneming; onafhankelijke variabelen: CG land = score op CG aanbevelingen per land, JAAR00 = dummy variabele voor 2000, JAAR01 = dummy variabele voor 2001, JAAR02 = dummy variabele voor 2002, JAAR03 = dummy variabele voor 2003, Grootte = marktwaarde van de onderneming, ouderdom = leeftijd van de onderneming, VS_notering = dummy variabele die aangeeft of een onderneming in de VS is genoteerd, aantal_noteringen = aantal beurzen waarop de onderneming is genoteerd, groei = gemiddelde groei in verkopen over de laatste drie jaren, schuldgraad = verhouding eigen vermogen over totaal vermogen, eigendom = percentage aandelen in handen van grote aandeelhouders over totaal aantal aandelen, kapitaalintensiteit = materieel vast actief over totaal actief.

